Ernst & Whinney

Final Report

[redacted]

Petrofina Canada Inc.
by Petro-Canada

[redacted]

E&W

Ernst & Whinney Chartered Accountants

2200 Commerce Court West
Toronto, Ontario M5L 1C6

416/864-9520

March 8, 1985

PRIVATE & CONFIDENTIAL

The Honourable Pat Carney
Minister of Energy, Mines
and Resources
580 Booth Street
Ottawa, Ontario
K1A 0E5

Dear Minister:
We are pleased to submit our report on the acquisition of Petrofina Canada Inc. by Petro-Canada.

To facilitate your review, we have divided our report into three separately bound documents: a final report, a supporting analysis, and appendices.

We would like to take this opportunity to thank both executives and employees of Petro-Canada as well as various representatives of the Department of Energy, Mines and Resources for their cooperation during this assignment.

Very truly yours,

Ernst & Whinney

Chartered Accountants

Final Report

A Review and Assessment of the Acquisition of

Petrofina Canada Inc. by Petro-Canada

Ernst & Whinney

A REVIEW AND ASSESSMENT OF THE ACQUISITION OF PETROFINA BY PETRO-CANADA

FINAL REPORT
TABLE OF CONTENTS

Page

Covering Letter

INTRODUCTION 1

TERMS OF REFERENCE 2
- — Scope Limitations

DETERMINATION OF FAIR MARKET VALUE 3
- — Terms of Reference
- — Summary of Opinion
- — Support for Opinion
- — Additional Observations
- — Reconciliation to Total Acquisition Cost

ASSESSMENT OF BUSINESS PRACTICES 7
- — Terms of Reference
- — Summary of Opinion
- — Support for Opinion

REVIEW OF PRE- AND POST-ACQUISITION EVALUATIONS 9
- — Terms of Reference
- — Summary of Opinions

COMPARISON OF TRANSACTION PREMIUM 10
- — Terms of Reference
- — Summary of Opinion
- — Support for Opinion

SPECIFIC CONCERNS OF THE AUDITOR GENERAL OF CANADA 11
- — Terms of Reference
- — Summary of Opinions

INTRODUCTION

Petro-Canada and Petrofina S.A. ("PFSA") signed an agreement on February 2, 1981 ("date of acquisition") whereby Petro-Canada ultimately purchased the latter's majority investment in Petrofina Canada Inc. ("Petrofina"). The price agreed upon was $120 per equivalent common share, which was then subsequently offered to the remaining minority shareholders.

Before the purchase, Petro-Canada was a regional refining and marketing operation, based in Western Canada. With the purchase of Petrofina, with an Eastern refinery and approximately 940 gas stations in Eastern Canada ("downstream assets"), Petro-Canada became a fully-integrated national oil and gas company. Petro-Canada also acquired from Petrofina substantial additional properties with conventional oil and gas reserves as well as increasing its investment in both the Alsands and Syncrude projects ("upstream assets").

You have requested that Ernst & Whinney conduct an independent review and assessment of the acquisition of Petrofina by Petro-Canada and report our conclusions to you. We therefore submit our conclusions as contained in this report for your consideration.

TERMS OF REFERENCE

Specifically, you have asked Ernst & Whinney to address the following points:

1. what was fair value of the net assets (both tangible and intangible) of Petrofina, taking into account the data known and available (at the time of the pre-acquisition evaluation) including the prevailing economic and market conditions which existed during the 1980 to 1981 period, in the event that the value as set out in any pre-acquisition evaluation report made by or for Petro-Canada was not a fair market value;
2. whether any evaluation of Petrofina, made by or for Petro-Canada, was made in accordance with usual business practices;
3. whether the value of Petrofina, as set out in any pre-acquisition evaluation report of Petrofina made by or for Petro-Canada, represented a fair market value of the net assets (both tangible and intangible) of Petrofina, taking into account the data known and available (at the time of the pre-acquisition evaluation) including the prevailing economic and market conditions which existed during the 1980 to 1981 period and the prices paid by other oil companies for major acquisitions during that time;
4. whether the value of Petrofina, as set out in any post-acquisition evaluation report made by or for Petro-Canada, was a fair market value of the net assets (both tangible and intangible) of Petrofina, taking into account the data known and available (at the time of that post-acquisition evaluation);
5. whether any premium paid over and above the stockmarket price (immediately prior to February 3, 1981) of the shares of Petrofina was proportionately comparable to premiums paid by other oil companies for major acquisitions (takeovers) during the 1980 to 1981 period;
6. whether, at the time of the pre-acquisition evaluation, Petro-Canada took proper account of those aspects of the Petrofina acquisition referred to in the 1983 Report of the Auditor General of Canada, exclusive of those aspects of the acquisition referred to by the Auditor General which were beyond the control of Petro-Canada (i.e. paragraph 9.196 references to balance of payments and foreign exchange, and references in paragraphs 9.196 and 9.198 to Canadian tax revenues).

With respect to the fifth point listed above, it has been agreed that Ernst & Whinney will make an assessment of any post-acquisition evaluations commissioned by or for Petro-Canada concerning the fair market value of Petrofina as at the date of acquisition and not at any date subsequent thereto.

All work will be carried out in accordance with contract S/N OGR84-00484. We have structured this Final Report to respond separately to each of the specific terms of reference. We emphasize that this document is only a summary of our conclusions. A more in-depth analysis detailing our methodology and calculations is included in two additional documents, "Supporting Analysis" and "Appendices".

Scope Limitations

We understand that, in addition to the material which was presented to us, there may exist working notes, slides and Cabinet documents. We have not had the opportunity to consider that information.

The petroleum engineering consultants (Sproule Associates Limited ("Sproule")) that we engaged to consider the value of the Petrofina reserves did not conduct a complete reserve evaluation because of time constraints. Their opinion is therefore expressed in a range of plus or minus 25%. Based on a "testing" of the reserve portfolios, Sproule did not determine a significant variance in the quantities.

We did not physically inspect the facilities owned by Petrofina at the date of acquisition, because this date significantly preceded our assignment.

We did not have access to the income tax returns of Petro-Canada. While this did not impede our determination of fair market value of Petrofina, it did not permit us to assess completely the value of certain synergistic benefits which we identified that Petro-Canada should have been able to realize upon the purchase of Petrofina.

DETERMINATION OF FAIR MARKET VALUE

Terms of Reference

You have asked us to determine:

> what was fair value of the net assets (both tangible and intangible) of Petrofina, taking into account the data known and available (at the time of the pre-acquisition evaluation) including the prevailing economic and market conditions which existed during the 1980 to 1981 period, in the event that the value as set out in any pre-acquisition evaluation report made by or for Petro-Canada was not a fair market value.

Summary of Opinion

Fair market value has been defined by both Canadian jurisprudence and generally accepted business valuation principles to mean: the highest price available in an open and unrestricted market between informed and prudent parties, acting at arm's length and under no compulsion to act, expressed in terms of money or money's worth.

It is the opinion of Ernst & Whinney, subject to the scope limitations as noted earlier in this report, that the fair market value of the net assets of Petrofina at the date of acquisition was within a range of $1,256,000,000 to $1,358,000,000 or approximately $104 to $112 per equivalent common share, as follows:

	Low ('000's)	High ('000's)
Refining and Marketing		
— Total Assets	$ 530,000	$ 540,000
— Less: Debt Assumed	(180,000)	(180,000)
	350,000	360,000
Conventional reserves	$ 475,000	$ 567,000
Undeveloped acreage	138,000	138,000
Investment in — Syncrude	180,000	180,000
— Alsands	35,000	35,000
— Panarctic	10,000	10,000
Coal reserves	48,000	48,000
Other	20,000	20,000
	906,000	998,000
Fair Market Value	$1,256,000	$1,358,000
Total Shares Outstanding, fully diluted	12,110,433	12,110,433
Fair Market Value Per Share	$103.71	$112.13
Rounded	$104.00	$112.00

The high end of our range is reached by applying a discount rate of 12% to the cash flow from upstream assets. The lower end of the range of value for the upstream assets arises from the use of a discount rate of 15%. We believe that at the acquisition date, the industry tended to use an after-tax discount rate closer to 15% than to Petro-Canada's 12%. If asked to select one price within our range — we would suggest a fair market value of $1,266,000,000, or approximately $105 per equivalent common share, for the net assets of Petrofina at the acquisition date.

It is also the opinion of Ernst & Whinney that when, on February 2, 1981, Petro-Canada offered a price of $120 Canadian for each common share of Petrofina, the price offered was a "fair price", notwithstanding our fair market valuation at $105.

Support for Opinion

It is important to understand the difference in concept between a "fair market value" and a "fair price".

In determining the "fair market value" we have assumed an open and unrestricted market. We have therefore assumed that all buyers rank equally and that no buyer constitutes a "special purchaser". The fair market valuation of $105 per share assumes a general market of buyers and assumes no special purchaser. It is our opinion that on February 2, 1981, Petro-Canada represented a "special purchaser".

A "special purchaser" is usually defined as that prospective purchaser who holds a special status relative to the other buyers. This special status may arise for a number of reasons; for example:

1. Economies of scale through integration with an existing business;
2. Reduction of competition;
3. Management experience in the industry;
4. Acquisition of new captive customers; and
5. The ability to develop the resources of the acquired business in a manner unique to the expertise and capabilities of the buyer.

In our opinion, Petro-Canada represented a "special purchaser" for several reasons. First, Petrofina held an interest in certain tar sands leases which were complementary to leases owned by Petro-Canada. Acquisition of the Petrofina interest would give Petro-Canada control of a significant portion of tar sands leases comprising the Canstar project as well as acreage contiguous to both the Alsands project and Syncrude plant. These acquisitions would ensure Petro-Canada a leading role in future tar sands development.

Second, in converting its ex-Pacific Petroleums service stations to Petro-Canada stations using the large maple leaf logo, Petro-Canada experienced a significant increase in gallonage and a significant increase in applications for Petro-Canada credit cards. It was the considered opinion of Petro-Canada that a conversion of Fina stations in Eastern Canada to Petro-Canada stations would enjoy a similar if not greater increase in gallonage. Because of nationalistic sentiments, this increase in gallonage was unique to Petro-Canada. If any other integrated oil company had made the acquisition of Fina, it should not necessarily have assumed any increase in gallonage.

Third, Petrofina had paid a substantial amount of income tax in each of the five years preceding its acquisition. Petro-Canada, on the other hand, was not subject to tax on its Canadian operations because of its substantial expenditures on exploration and development of oil and gas reserves. Because of its commitment to a significant program of capital expenditures, Petro-Canada considered it would not have significant taxable income for a number of years. The acquisition of Petrofina by Petro-Canada was structured in such a way as to create a substantial additional tax base in the assets being acquired from Petrofina, thereby creating additional deductions for tax purposes for Petro-Canada.

The merger of Petro-Canada and Petrofina allowed the tax attributes arising through the acquisition to shelter the previously taxable income of Petrofina. This gave Petro-Canada an advantage over any corporation that was currently taxable. As a result of accelerated use of its tax deductions, Petro-Canada realized an advantage in making this acquisition of approximately $130 million in tax deductions (in present value terms).

These three important factors and others discussed later in this report qualify Petro-Canada as a "special purchaser".

In pure valuation theory, when a vendor offers an asset for sale in the open market the vendor should be expected to derive the fair market value of that asset by way of sale. In the case of PFSA, they should have been able, in an open and unrestrictive market, to derive a fair market value of $105 per common share. If there is a special purchaser such as Petro-Canada, in theory, that special purchaser should be able to acquire the asset for a nominal amount above its fair market value.

To the extent that the vendor becomes aware of the presence in the open market of a special purchaser, a well-informed and knowledgeable vendor should be able to calculate the special advantages which will uniquely accrue to the special purchaser. The vendor will then become aware that the special purchaser is capable of paying a price in excess of fair market value. In theory, the special purchaser, recognizing that the vendor cannot achieve more than fair market value from any other potential purchaser, will sit patiently and in the long run will acquire the asset without sharing any of its special status with the vendor.

To the extent that the special purchaser is under some time constraint to make the acquisition, or perhaps to the extent that the special purchaser perceives that there may now or at some future time be another special purchaser in the market place, the special purchaser may be prepared to trade off some of its savings and pass those over to the vendor by way of an enhanced purchase price. This enhancement in offer price will therefore result in a transaction price that is above the level of a defined fair market value.

We believe that when Petro-Canada made its bid at $120 per share it was implicitly sharing with the vendor a part of the value of the "special purchaser status" that it enjoyed. Notwithstanding this surrendering of some of its special purchaser benefits, it can be said that the special purchaser, even in sharing some of its special status, may not be paying a price that is in excess of a fair price as determined in the context of its own special status. It is from this position that we state the opinion that Petro-Canada paid a fair price for the common shares of Petrofina, notwithstanding that the price was in excess of fair market value.

Additional Observations

Sensitivity of Calculations:

The valuation of a large integrated oil and gas company involves a review of a complex set of facts, figures and assumptions. A slightly different view of any one or more of the underlying factors can materially alter the level of the valuation. In opining, therefore, that $105 represented the fair market value of the Petrofina shares on February 2, 1981, we must emphasize that had we taken a slightly different view of certain very important valuation factors, we would have added or subtracted several hundred million dollars of value and thereby changed our valuation conclusions.

Petrofina Board of Directors' Position:

Petrofina was a publicly-traded company listed on the Montreal and Toronto stock exchanges. Its Board of Directors consisted of a group of senior Canadian and foreign businessmen. We understand that the initial offer by Petro-Canada of $85 that was communicated directly to the Petrofina parent became known to the Canadian Board of Directors. If (as many people have suggested) $85 represented a fair price at the time, it would have been a fiduciary responsibility of the Petrofina Board of Directors to have presented and recommended to its shareholders the acceptance of the offer.

We understand that the Board of Directors, especially those Directors who did not directly represent the Belgian parent, did not publicly recommend acceptance of the $85 offer. It must, therefore, have been their judgement that Petrofina was worth more.

Tax Structure of Transaction:

It was a condition of the bid that a tax ruling be obtained from Revenue Canada that PFSA would not be taxable in Canada on the disposition of its investment in Petrofina. A favourable ruling from Revenue Canada was obtained confirming that the transaction was not taxable in Canada.

It has been widely reported that PFSA by means of this ruling avoided approximately $200 million of Canadian income tax. We have considered this issue in detail to determine whether the favourable tax ruling was partial consideration for a reduction in the asking price of PFSA from $130 to $120 per share.

We have carefully considered the relevant articles of the Canada-Belgium Income Tax Convention. It is the opinion of Ernst & Whinney that the correct interpretation of the Belgian Treaty is that the sale by PFSA is not taxable in Canada. The ruling by Revenue Canada, therefore, merely confirmed the correct interpretation of the Belgian Treaty. This interpretation should have been available to any Belgian resident in similar circumstances. New international tax treaties negotiated around the date of the acquisition clearly established Canada's right to tax a non-resident upon sale of its Canadian assets. However, the Belgian treaty was an old treaty with language that was inadequate to tax the transaction. We therefore consider that the non-taxable sale of Petrofina does not represent a special accommodation to PFSA, but was a result of an out-of-date tax treaty with Belgium.

Effective Adjustments to Purchase Price:

On March 19, 1981, Petrofina received notification that Revenue Canada would allow a supplementary depletion allowance on their investment in Syncrude that resulted in a reduction in taxes payable of approximately $19 million. None of this had been included in the 1980 accounts of Petrofina nor referred to in the 1980 annual report.

Under the terms of the February 2, 1981 agreement between PFSA and Petro-Canada, interest on the shares of Petrofina was to commence one week after approval of the transaction by a majority of all the shareholders of Petrofina — such approval occurred on May 11, 1981. Further, no reduction was to be made to the purchase price per share for the first semi-annual dividend in 1981 to be paid to the shareholders of Petrofina. As a result of this, Petro-Canada effectively realized the net earnings during the period from February 3, 1981 to one week after the shareholders' meeting less the cost of the first semi-annual dividend in 1981. No information was available to determine the actual amount of earnings for this period. However, based on the audited financial statements for the period of January 1, 1981 to April 30, 1981 and a dividend rate of $1.20 per share, Petro-Canada realized a net benefit of approximately $13.6 million.

These two adjustments represent a net reduction in the real purchase price at the time of closing of approximately $3 per share (i.e. a reduction in purchase price from the declared $120 to a real net price of $117).

Reconciliation To Total Acquisition Cost

Our determination of fair market value is based on the value of all the shares of Petrofina at the date of acquisition. It does not include any costs caused by the acquisition of all the shares. These costs consist primarily of interest payments to the shareholders of Petrofina to compensate them over the two-year period during which the shares were purchased (approximately $150 million) and interest payments (approximately $145 million) on the bridge-financing loans. The loans were provided by various banks until sufficient funds were generated through the Canadian Ownership Account to enable the Federal government to finance ninety-five percent of the acquisition. In addition, other costs after the date of acquisition totalling approximately $3 million were incurred for brokerage, commission, accounting, legal and miscellaneous costs.

ASSESSMENT OF BUSINESS PRACTICES

Terms of Reference

You have asked us to determine:

> whether any evaluation of Petrofina, made by or for Petro-Canada was in accordance with usual business practices.

Summary of Opinion

In our opinion, Petro-Canada addressed the critical steps in the acquisition process. We believe these steps were completed in accordance with usual business practices except in one area.

We believe that, in the process of making a final offer, it is normal business practice to execute a thorough investigation. It would include a review of reserve reports and other significant internal information. We understand that such a review was neither requested nor conducted prior to negotiations of the final offer. Petro-Canada did, however, negotiate a warranty that there had been no material adverse change in the net assets of Petrofina between December 31, 1979 and the acquisition date.

Support For Opinion

In making an assessment of the course of conduct of Petro-Canada, we point out that: each acquisition is unique; no two parties would approach the same acquisition in exactly the same manner, nor would the same party approach two different acquisitions in quite the same manner.

Course of Events:

Petro-Canada had developed strategic objectives in pursuing the acquisition of Petrofina. They sought an acquisition that would expand Petro-Canada from a regional to a national, fully-integrated oil and gas company with significant refining and marketing operations and enhanced consumer exposure. It should also allow them to fund their frontier exploration from internally generated cash flows. In addition, it should further their participation in non-conventional oil sands operations.

Through three previous successful acquisitions and another acquisition in which Petro-Canada was outbid, the management of Petro-Canada had developed significant experience in making acquisitions. In addition, certain management personnel from the acquired companies brought expertise and knowledge to Petro-Canada concerning all aspects of the oil and gas industry. Further, Pacific Petroleums, a previous acquisition, was similar in the nature of the assets acquired and the size of the transaction to the purchase of the net assets of Petrofina.

Petro-Canada did a detailed survey of foreign-owned integrated oil companies in Canada to select an appropriate acquisition target. After senior management discussions with respective foreign parents and a review of the detailed survey, Petro-Canada management identified Petrofina as the most appropriate acquisition target.

A director of Petro-Canada for four years prior to December 31, 1980 had previously been a member of the senior management of Petrofina with responsibility for Petrofina's exploration and production efforts. In addition, some former employees of Pacific Petroleums were especially familiar with the refining and marketing assets of Petrofina because of proposed merger talks between those two companies during the mid 1970s.

Petro-Canada participated in a number of the same producing fields in which Petrofina was participating. This would obviously be of benefit to Petro-Canada in evaluating the upstream operations.

A significant amount of information was readily available from public sources. Petrofina had issued a detailed prospectus in June 1980, pursuant to a rights offering. In addition, most aspects of the industry are reported on by various sources.

Petro-Canada hired a Swiss-based company to act as an intermediary with PFSA. The use of an agent/intermediary in Canadian deals in the oil and gas industry is not considered a usual business practice. When, however, a transaction involves a foreign company (such as PFSA), an agent with both knowledge and experience in the jurisdiction of the vendor is often considered to facilitate the matching of the purchaser and vendor.

Petro-Canada considered the tax aspects of the acquisition during negotiations of the final offer. Based on our review of the tax aspects of the acquisition and the relevant Revenue Canada rulings, we consider that Petro-Canada acted prudently and in a tax-sensitive manner.

In summary, we consider that Petro-Canada followed the critical steps under a planned acquisition, subject to the concerns expressed below.

Specific Concerns:

In forming the initial offer of $85 per share and even in the course of making their final offer of $120 per share, Petro-Canada's analysis of the proven and probable reserves of Petrofina involved reference to the 1979 annual report and the 1980 prospectus of Petrofina. Petro-Canada assumed that, because of the very large capital expenditures for exploration announced by Petrofina in 1980, the Petrofina reserves would not undergo a negative change during 1980 (i.e., the reserves on hand at the end of 1980 would be at least as great as those on hand at the beginning of 1980).

While this was a useful assumption, it is our understanding that as early as February 1981, there was available internally, at Petrofina, a complete analysis as at December 31, 1980, of their proven and probable reserves. We believe that, before making a final offer of $120, Petro-Canada should have asked for and should have received this reserve information. In fact, the 1980 closing oil and gas reserves were lower than the 1980 opening reserves. The impact of these differences in reserve quantities on the total value of Petrofina was not, however, considered to be significant by Sproule.

The Petro-Canada/PFSA offer included a representation by the vendor that there had been no material adverse change in the assets of Petrofina between December 31, 1979 and the date of the offer. Petro-Canada relied upon this warranty as sufficient protection, as a thorough investigation was not undertaken before making the final offer.

While it would be our recommendation that a thorough investigation be made before making a final offer in so material an acquisition, it has been our experience that some companies will make an acquisition in their own industry without a prior investigation. The Petro-Canada offer agreement did provide for the access of Petro-Canada to any information that Petro-Canada considered useful, upon acceptance of the bid by PFSA. Alternatively, the offer could have allowed for more specific purchase price adjustments than was the case, on the basis of, or tied to, the outcome of the review of specific internal information.

REVIEW OF PRE- AND POST-ACQUISITION EVALUATIONS

Terms of Reference

You have asked us to determine:

> whether the value of Petrofina, as set out in any pre-acquisition evaluation report of Petrofina made by or for Petro-Canada, represented a fair market value of the net assets (both tangible and intangible) of Petrofina, taking into account the data known and available (at the time of the pre-acquisition evaluation) including the prevailing economic and market conditions which existed during the 1980 to 1981 period and the prices paid by other oil companies for major acquisitions during that time.
>
> and
>
> whether the value of Petrofina, as set out in any post-acquisition evaluation report made by or for Petro-Canada, was a fair market value of the net assets (both tangible and intangible) of Petrofina, taking into account the data known and available (at the time of that post-acquisition evaluation).

Summary of Opinions

The internal pre-acquisition valuations that were provided consisted of a discounted cashflow valuation of Petrofina's reserves and estimates of per acre prices for other upstream properties. The downstream asset valuations consisted of various calculations, but none were reconciled to the other values. We understand that no valuation of Petrofina was prepared independently by either a person or a firm unrelated to Petro-Canada — although an independent consultant was used to assist in the internal valuation of the upstream assets.

While we believe that management prepared summaries of their valuation calculations for presentation to the Petro-Canada Board and also analysed various alternative valuation scenarios, none of this information could be located. Based on the sensitivity of the information at the time, management believes that this information was destroyed subsequent to presentation at Board meetings. Further, a copy of a package prepared by Petro-Canada, pursuant to the initial discussions with PFSA in October 1980, could not be located. Without all of the supporting information, we were unable to determine if the pre-acquisition evaluations represented fair market value of the net assets of Petrofina at the date of acquisition.

The internal post-acquisition valuations that valued the net assets of Petrofina at the acquisition date addressed only the value of the downstream operations. The emphasis in these valuations was on the use of replacement cost or depreciated replacement cost. Based on comments from industry experts on the fact that there was substantial excess capacity in refineries in Eastern Canada, as well as on accepted valuation theory, the earnings/cashflow approach is considered the most appropriate method for determining the fair market value of downstream operations on a going-concern basis. An alternative approach would be the determination of the net realizable value of the specific assets which are capable of being sold net of related liquidation costs. Accordingly, we did not consider that these internal post-acquisition valuations represented fair market value of the net assets of Petrofina at the date of acquisition.

The external post-acquisition valuation prepared by an investment firm in 1983 used transaction data to support the reasonableness of the acquisition value. We consider this to be a reasonable approach in undertaking an "external" valuation without access to internal information of the company being valued. We do, however, consider a detailed "internal" valuation to be more appropriate as it can specifically address any differences in the nature and location of the respective assets of Petrofina in comparison with the assets of other companies, as well as account for any differences in the net profitability of specific oil and gas properties.

COMPARISON OF TRANSACTION PREMIUM

Terms of Reference

You have asked us to determine:

> whether any premium paid over and above the stockmarket price (immediately prior to February 3, 1981) of the shares of Petrofina was proportionately comparable to premiums paid by other oil companies for major acquisitions (takeovers) during the 1980 to 1981 period.

Summary of Opinion

It is our opinion that the premium paid by Petro-Canada for Petrofina is consistent with the premiums paid by other companies for major acquisitions of oil and gas companies in Canada during the 1980 to 1981 period and under the market and industry conditions then prevailing.

Support for Opinion

We calculated the premium paid by Petro-Canada upon acquisition of Petrofina to be 36.75% above Petrofina's trading price prior to the acquisition announcement on February 2, 1981. This is generally consistent with the average announcement date premium paid of 38.92% during 1981 for the Canadian oil companies which we considered most comparable. Based on further analysis, the premium paid was 41.18% above Petrofina's market price one month prior to the announcement date and 42.86% above the market price two months prior. This compares favourably with the average premiums paid in the comparable transactions, being 57.56% one month prior and 60.86% two months prior.

In comparing the announcement day premium paid by Petro-Canada for Petrofina to the announcement day premiums of other transactions in the oil and gas industry in the years 1981 and 1982 in the United States, the premiums paid in these other transactions provided further support to the reasonableness of the premium paid on the acquisition of Petrofina.

SPECIFIC CONCERNS OF THE AUDITOR GENERAL OF CANADA

Terms of Reference

You have asked us to determine:

> whether, at the time of the pre-acquisition evaluation, Petro-Canada took proper account of those aspects of the Petrofina acquisition referred to in the 1983 Report of the Auditor General of Canada, exclusive of those aspects of the acquisition referred to by the Auditor General which were beyond the control of Petro-Canada (i.e. paragraph 9.196 references to balance of payments and foreign exchange, and references in paragraphs 9.196 and 9.198 to Canadian tax revenues).

Summary of Opinions

While our determination of fair market value is less than the total purchase price of the net assets of Petrofina, it is our opinion, based upon our interpretation of "due regard to economy" and "value for money" as well as a review of other considerations surrounding the acquisition, that Petro-Canada did give due regard to economy and received value for money upon purchase of Petrofina.

Based on information which was provided to us, Petro-Canada did consider the need for possible future capital requirements in addition to the acquisition financing provided by the federal government in a pre-acquisition evaluation. Their conclusion based upon their internal pro-forma analysis was that no additional funding would be required as a direct result of the acquisition of Petrofina.

Whether a benefit has been realized by Petro-Canada is dependent upon interpretation. Petro-Canada did incur a cash cost in terms of interest paid. The ability to deduct the interest payments for tax purposes did not have any immediate benefit to Petro-Canada because of the lack of taxable income from its Canadian operations against which to offset the interest cost. To the extent it was the Federal government's interpretation and intention to fund only 95 percent of the net after-tax financing cost to Petro-Canada, then Petro-Canada received a benefit equal to the net present value of the tax savings resulting from the tax-deductibility of the interest payments. However, such an amount would be less than the difference of $60.7 million as indicated when measured in terms of equivalent cashflow at the various dates in 1982 and 1983 when the differences arose.

To the extent that it was the Federal government's interpretation and intention to reimburse Petro-Canada for 95 percent of their cash costs arising from the interest payments and disregarding their future deductibility, then there was no benefit realized by Petro-Canada.

Ernst & Whinney

Rapport final

Petrofina Canada Inc.
par Petro-Canada

E&W

Ernst & Whinney Chartered Accountants

2200 Commerce Court West
Toronto, Ontario M5L 1C6

416/864-9520

Le 8 mars 1985

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

L'Honorable Pat Carney
Ministre de l'Énergie, des Mines
et des Ressources
580, rue Booth
Ottawa (Ontario)
K1A 0E5

Madame la Ministre,

Nous avons l'honneur de vous présenter notre rapport sur l'acquisition de Petrofina Canada Inc. par Petro-Canada.

Pour en faciliter la lecture, nous l'avons divisé en trois documents distincts : un rapport final, une analyse explicative et des annexes.

Nous tenons à exprimer ici toute notre reconnaissance aux membres de la direction et du personnel de Petro-Canada, ainsi qu'aux divers représentants du ministère de l'Énergie, des Mines et des Ressources, dont la coopération nous a été précieuse dans l'exercice de notre mandat.

Veuillez agréer, Madame la Ministre, l'assurance de notre considération distinguée.

Ernst & Whinney

Comptables agréés

Rapport final

Enquête et opinion sur l'acquisition de

Petrofina Canada Inc. par Petro-Canada

Ernst & Whinney

ENQUÊTE ET OPINION SUR L'ACQUISITION DE PETROFINA PAR PETRO-CANADA

RAPPORT FINAL
TABLE DES MATIÈRES

Page

Lettre de présentation

INTRODUCTION 1

MANDAT 2
- Limites du mandat

DÉTERMINATION DE LA JUSTE VALEUR MARCHANDE 3
- Mandat
- Énoncé de l'opinion
- Justification de l'opinion
- Observations complémentaires
- Relation avec le coût d'acquisition total

APPRÉCIATION DE LA CONFORMITÉ AUX PRATIQUES COMMERCIALES ÉTABLIES 7
- Mandat
- Énoncé de l'opinion
- Justification de l'opinion

ANALYSE DES ÉVALUATIONS PRÉALABLES ET POSTÉRIEURES À L'ACQUISITION 9
- Mandat
- Énoncé des opinions

COMPARAISON DE LA PRIME VERSÉE AVEC CELLES PAYÉES DANS D'AUTRES CAS SEMBLABLES 10
- Mandat
- Énoncé de l'opinion
- Justification de l'opinion

RÉSERVES PARTICULIÈRES DU VÉRIFICATEUR GÉNÉRAL DU CANADA 11
- Mandat
- Énoncé de l'opinion

INTRODUCTION

Par contrat passé le 2 février 1981 (la "date d'acquisition") entre elle et Petrofina S.A. ("PFSA"), Petro-Canada s'engageait à acheter la participation majoritaire que cette dernière détenait dans Petrofina Canada Inc. ("Petrofina"). La société d'État et PFSA convenaient alors d'un prix de 120 $ l'action ordinaire (en tenant compte des fractions d'actions), prix qui a été offert par la suite aux actionnaires minoritaires.

Avant d'acquérir Petrofina, Petro-Canada était une société régionale de raffinage et de distribution implantée essentiellement dans l'Ouest canadien. Après cette absorption, qui lui a procuré une raffinerie et environ 940 stations-service ("éléments d'actif d'aval") dans l'Est, elle est devenue une compagnie pétrolière et gazière complètement intégrée à l'échelle nationale. L'achat de Petrofina lui a également permis d'augmenter substantiellement ses réserves de gaz naturel et de pétrole classique ainsi que sa participation aux projets Alsands et Syncrude ("éléments d'actif d'amont").

Par le mandat que vous lui avez confié, vous avez demandé à Ernst & Whinney d'effectuer une enquête et d'émettre une opinion indépendante sur l'acquisition de Petrofina par Petro-Canada et de vous faire part de ses conclusions. C'est ce que nous faisons en soumettant ce rapport à votre attention.

MANDAT

Plus précisément, vous avez demandé à Ernst & Whinney de déterminer :

1. quelle était la juste valeur de l'actif net (corporel et incorporel) de Petrofina, compte tenu des données connues et disponibles au moment où Petro-Canada faisait elle-même ou faisait faire une évaluation en vue de son acquisition, compte tenu notamment de la conjoncture économique et commerciale de 1980 et 1981, au cas où la valeur de Petrofina telle qu'elle a pu être établie alors dans une telle évaluation préalable ne correspondait pas à sa juste valeur marchande;
2. si Petro-Canada, ou un tiers travaillant pour le compte de celle-ci, a procédé à une évaluation de Petrofina conformément aux pratiques commerciales établies;
3. si la valeur de Petrofina telle qu'elle a pu être établie dans une évaluation préalable faite par Petro-Canada elle-même ou pour son compte, correspondait à la juste valeur marchande de son actif net (corporel et incorporel), compte tenu des données connues et disponibles alors, notamment de la conjoncture économique et commerciale de 1980 et 1981 et, en particulier, des prix payés à la même époque par d'autres sociétés pétrolières dans le cadre d'acquisitions importantes;
4. si la valeur de Petrofina telle qu'elle a pu être établie dans une évaluation faite postérieurement à l'acquisition par Petro-Canada elle-même ou pour son compte, correspondait à la juste valeur marchande de son actif net (corporel et incorporel), compte tenu des données connues et disponibles alors;
5. si la prime payée en sus du cours boursier auquel étaient cotées les actions de Petrofina immédiatement avant le 3 février 1981 était, toutes proportions gardées, comparable aux primes payées en 1980 et 1981 par d'autres sociétés pétrolières dans le cadre d'acquisitions (de prises de contrôle) importantes;
6. si, lors de l'évaluation préalable à l'acquisition de Petrofina, Petro-Canada a convenablement pris en considération les aspects de l'opération dont faisait mention le Rapport de 1983 du Vérificateur général du Canada, à l'exception de ceux qui échappaient au contrôle de Petro-Canada (à savoir les références du paragraphe 9.196 à la balance des paiements et aux changes, et les références des paragraphes 9.196 et 9.198 aux recettes fiscales canadiennes).

En ce qui concerne le cinquième point ci-dessus, il a été entendu que c'est à la date de l'acquisition de Petrofina, et non à une date ultérieure quelconque, qu'Ernst & Whinney situerait son expertise relative aux évaluations de la juste valeur marchande de cette société faites par Petro-Canada ou pour son compte postérieurement à l'acquisition.

Tout le travail effectué dans le cadre de ce mandat est régi par le contrat S/N OGR84-00484. Nous avons structuré ce rapport final de façon à aborder séparément chacun des cinq points de notre mandat. Nous soulignons à ce propos qu'il ne s'agit ici que d'un résumé de nos conclusions : deux autres documents, "Analyse explicative" et "Annexes", présentent une analyse plus approfondie donnant le détail de notre méthodologie et de nos calculs.

Limites du mandat

D'après ce que nous savons, il se peut qu'à propos de cette acquisition existent des notes de travail, des diapositives et des documents du Cabinet autres que les pièces qui nous ont été présentées. Nous n'avons pas eu l'occasion de nous pencher sur cette documentation complémentaire.

Les ingénieurs-conseil spécialistes du pétrole (Sproule Associates Limited, désignés ci-après par "Sproule") dont nous avons retenu les services pour estimer la valeur des réserves de Petrofina, n'ont pu, faute de temps, procéder à une évaluation complète, et ont dû exprimer leur opinion dans une fourchette de plus ou moins 25 %. Sur la foi d'un "sondage" des réserves en question, Sproule n'a pas conclu à un écart significatif dans les quantités.

Nous n'avons pas physiquement inspecté les installations qui appartenaient à Petrofina à la date d'acquisition, celle-ci étant de beaucoup antérieure à notre mandat.

Nous n'avons pas eu accès aux déclarations fiscales de Petro-Canada. Cela n'a pas gêné notre détermination de la juste valeur marchande de Petrofina, mais nous a empêchés d'analyser exhaustivement la valeur de certains effets multiplicateurs positifs que l'achat de Petrofina a dû avoir sur la situation de Petro-Canada.

DÉTERMINATION DE LA JUSTE VALEUR MARCHANDE

Mandat

Vous nous avez demandé de déterminer :

> quelle était la juste valeur de l'actif net (corporel et incorporel) de Petrofina, compte tenu des données connues et disponibles au moment où Petro-Canada faisait elle-même ou faisait faire une évaluation en vue de son acquisition, compte tenu notamment de la conjoncture économique et commerciale de 1980 et 1981, au cas où la valeur de Petrofina telle qu'elle a pu être établie alors dans une telle évaluation préalable ne correspondait pas à sa juste valeur marchande.

Énoncé de l'opinion

D'après la jurisprudence canadienne et conformément aux principes généralement reconnus au Canada en matière d'évaluation d'entreprises, la juste valeur marchande désigne le prix en numéraire — ou converti en numéraire — le plus élevé négocié sur un marché libre entre des parties renseignées et prudentes qui agissent de plein gré, au mieux de leurs intérêts respectifs, et entre lesquelles il n'existe aucun lien de dépendance.

Sous réserve des limites imposées à son mandat et mentionnées plus haut, Ernst & Whinney est d'avis que la juste valeur marchande de l'actif net de Petrofina se situait entre 1 256 000 000 $ et 1 358 000 000 $ à la date d'acquisition, ce qui donne une valeur unitaire d'environ 104 $ à 112 $ l'action ordinaire (compte tenu des fractions d'actions). Le calcul a été fait de la façon suivante :

	Hypothèse minimale	Hypothèse maximale
	(en milliers de dollars)	
Raffinage et marketing		
— Actif total	530 000 $	540 000 $
— Moins passif pris en charge	(180 000)	(180 000)
	350 000	360 000
Réserves classiques	475 000 $	567 000 $
Périmètre non exploité	138 000	138 000
Participations dans — Syncrude	180 000	180 000
— Alsands	35 000	35 000
— Panarctic	10 000	10 000
Réserves de houille	48 000	48 000
Divers	20 000	20 000
	906 000	998 000
Juste valeur marchande	1 256 000 $	1 358 000 $
Total des actions en circulation, après dilution	12 110 433	12 110 433
Juste valeur marchande par action	103,71 $	112,13 $
Valeur unitaire après arrondissement	104,00 $	112,00 $

La limite maximale de notre fourchette s'obtient en appliquant un taux d'actualisation de 12 % à la marge brute d'autofinancement dégagée par les éléments d'actif d'amont. Notre hypothèse minimale, elle, correspond à l'emploi d'un taux d'actualisation de 15 %. Nous pensons qu'à la date d'acquisition, l'industrie avait tendance à utiliser un taux d'actualisation après impôt plus voisin de 15 % que des 12 % retenus par Petro-Canada. C'est pourquoi, s'il nous fallait choisir un prix au sein de notre fourchette, nous suggérerions une juste valeur marchande de 1 266 000 000 $ pour l'actif de Petrofina, toujours à la date d'acquisition, soit approximativement 105 $ par action ordinaire (compte tenu des fractions d'actions).

Enfin, même en regard de cette évaluation de 105 $, Ernst & Whinney est d'avis que Petro-Canada a offert un "juste prix" en proposant 120 dollars canadiens le 2 février 1981 pour chacune des actions ordinaires de Petrofina.

Justification de l'opinion

Il est important de bien saisir ici que "juste valeur marchande" et "juste prix" sont deux notions différentes.

En effet, lorsque nous avons déterminé que la juste valeur marchande de l'action de Petrofina était de 105 $, nous avons supposé l'existence d'un marché libre, c'est-à-dire d'un marché sur lequel tous les acheteurs sont sur un pied d'égalité sans qu'aucun n'ait un statut spécial. Or, nous pensons que le 2 février 1981, Petro-Canada était effectivement un "acheteur spécial".

Selon la définition classique, l'"acheteur spécial" a un statut particulier par rapport aux autres acheteurs potentiels. Cette situation peut tenir à divers facteurs :

1. Réalisation d'économies d'échelle par la fusion envisagée.
2. Diminution de la concurrence.
3. Expérience de la direction dans l'industrie.
4. Acquisition d'une nouvelle clientèle captive.
5. Compétences et moyens particuliers permettant à l'acheteur d'exploiter les ressources de l'entreprise absorbée d'une façon tout à fait unique.

A notre avis, Petro-Canada était un acheteur spécial pour plusieurs raisons. Premièrement, Petrofina détenait des intérêts dans certains gisements de sables bitumineux qui étaient complémentaires de gisements que possédait déjà la société d'État : l'acquisition donnait ainsi à cette dernière le contrôle d'une part importante des sables bitumineux du projet Canstar, et d'un périmètre d'exploitation contigu au projet Alsands et à l'usine de Syncrude. En achetant Petrofina, Petro-Canada devenait donc l'un des chefs de file de la mise en valeur future des sables bitumineux.

Deuxièmement, lorsqu'elle avait converti les stations-service qu'elle tenait de Pacific Petroleums en les plaçant sous son emblème à la feuille d'érable, la société d'État avait vu s'accroître considérablement le volume de leurs ventes ainsi que le nombre de demandes concernant ses cartes de crédit. Elle était donc en droit de s'attendre que le même genre de conversion des stations Fina de l'Est du Canada stimulerait autant — sinon plus — leurs ventes de carburant. Or, parce qu'elle reposait sur l'existence de réflexes nationalistes, cette considération était unique à Petro-Canada : aucune autre compagnie pétrolière intégrée n'aurait pu faire cette hypothèse d'augmentation des ventes dans la même situation.

Troisièmement, Petrofina avait payé des impôts élevés au cours de chacun des cinq exercices qui avaient précédé son acquisition. Petro-Canada, elle, ne payait pas d'impôt sur ses activités canadiennes en raison de l'ampleur des dépenses qu'elle consacrait à l'exploration et à la mise en valeur de ses réserves pétrolières et gazières. Et parce qu'elle s'était engagée dans un programme d'investissements d'envergure, la société d'État pouvait compter ne pas avoir un fort revenu imposable pendant plusieurs années. Et en plus, l'acquisition de Petrofina a été structurée de façon à créer une importante assiette fiscale additionnelle pour les éléments d'actif alors acquis. Petro-Canada bénéficiera ainsi plus tard de déductions fiscales supplémentaires.

La fusion des deux compagnies présentait donc des caractéristiques fiscales permettant d'"abriter" les bénéfices antérieurement imposables de Petrofina, ce qui donnait à Petro-Canada un avantage sur tout autre acquéreur alors imposable. En utilisant de façon accélérée ses déductions, la société d'État a d'ailleurs pu enregistrer un avantage fiscal d'environ 130 millions $ (en valeur actuelle) à la suite de l'acquisition.

En résumé, les trois principales raisons ci-dessus, et quelques autres qui seront mentionnées plus loin, conféraient à Petro-Canada un statut d'acheteur spécial.

La théorie de l'évaluation nous dit que lorsqu'un vendeur met un bien en vente sur un marché libre, il en obtiendra normalement la juste valeur marchande par le fait même que la vente sera conclue. De même PFSA aurait pu, sur un marché où jouait la libre concurrence, obtenir une juste valeur marchande de 105 $ par action ordinaire. Mais la théorie nous apprend aussi qu'un acheteur spécial (comme Petro-Canada) est habituellement en mesure de payer plus pour le bien en question.

Dans la mesure où le vendeur s'aperçoit de la présence d'un tel acheteur sur le marché et où il est lui-même bien informé et compétent, il doit normalement être capable de calculer les avantages particuliers que cet acheteur spécial — et nul autre — retirera de la vente, et donc de voir que celui-ci pourra se permettre de payer un prix supérieur à la juste valeur marchande. De son côté, sachant qu'aucun concurrent ne pourra offrir au vendeur plus que cette juste valeur, l'acheteur spécial aura théoriquement intérêt à attendre patiemment afin d'acquérir plus tard le bien sans partager aucun de ses avantages particuliers avec le vendeur.

Par contre, dès lors que cet acheteur doit plus ou moins se hâter pour faire l'acquisition, ou qu'il craint la venue prochaine d'un tiers qui jouirait du même statut que lui, il devient disposé à faire un compromis et à partager une partie de ses avantages avec le vendeur en lui proposant un meilleur prix d'achat. L'offre d'une telle "prime" fait que la vente se conclut à un prix supérieur à la juste valeur marchande.

Nous pensons que lorsqu'elle a fait son offre d'achat à 120 $ l'action, Petro-Canada partageait implicitement avec le vendeur une partie de la valeur de son statut particulier. Cependant, même en présence d'une concession de ce genre, on ne peut pas dire que l'acheteur spécial paie alors un prix supérieur au "juste prix" qui est le sien en raison de son propre statut. C'est ce raisonnement qui nous fait dire que Petro-Canada a payé un juste prix pour les actions ordinaires de Petrofina, même si ce prix était supérieur à leur juste valeur marchande.

Observations complémentaires

Variabilité des résultats

Pour établir combien vaut une grande société pétrolière et gazière intégrée, il faut analyser toute une série de faits, de chiffres et d'hypothèses formant un ensemble complexe, et une légère différence dans la manière de voir un ou plusieurs de ces facteurs est susceptible de faire varier de façon importante l'évaluation quantitative. C'est pourquoi nous tenons à souligner le fait suivant à propos de la juste valeur marchande des actions Petrofina en date du 2 février 1981, que nous avons jugée égale à 105 $: en posant des hypothèses légèrement différentes à l'égard de certains facteurs déterminants de l'évaluation, nous aurions pu majorer ou diminuer la valeur trouvée de plusieurs centaines de millions de dollars. Nos conclusions n'auraient alors pas été les mêmes.

Position du conseil d'administration de Petrofina

Petrofina était une société ouverte dont les titres étaient cotés aux Bourses de Montréal et de Toronto. Son conseil d'administration réunissait des hommes d'affaires canadiens et étrangers de premier plan. A ce que nous savons, ces administrateurs ont eu connaissance de l'offre initiale de Petro-Canada, faite à 85 $ l'action, qui avait été communiquée directement à la société mère. Si, comme beaucoup l'ont avancé, ces 85 $ constituaient un juste prix à l'époque, le conseil d'administration de Petrofina aurait eu, en conscience, la responsabilité de recommander l'acceptation de cette offre à ses actionnaires.

Or, nous savons que les administrateurs — et en particulier ceux qui ne représentaient pas directement la société mère belge — n'ont pas publiquement recommandé d'accepter l'offre de 85 $. Il faut donc en conclure qu'ils estimaient que les actions de Petrofina valaient davantage.

Régime fiscal de l'acquisition

L'offre d'achat était conditionnelle à l'obtention d'une décision anticipée de Revenu Canada certifiant que PFSA ne serait pas imposable au Canada sur le produit de la cession de ses intérêts dans Petrofina. Les autorités fiscales canadiennes ont acquiescé et confirmé que l'opération ne donnerait pas lieu à imposition au Canada.

Il a souvent été dit que PFSA avait ainsi évité de payer environ 200 millions $ d'impôts canadiens sur le revenu. Nous nous sommes donc penchés sur cette question pour établir si cette décision favorable compensait en partie le fait que PFSA ait réduit, de 150 $ à 120 $, le prix qu'elle exigeait pour chacune de ses actions.

Après avoir minutieusement étudié les clauses pertinentes de la convention fiscale passée entre le Canada et la Belgique, nous en sommes arrivés à la conclusion que PFSA n'était effectivement pas imposable au Canada sur le produit d'une telle vente. Par conséquent, la décision de Revenu Canada est conforme à notre interprétation de la convention fiscale canado-belge, interprétation qui aurait été la même pour tout résident belge se trouvant dans des circonstances comparables. Les nouveaux traités internationaux négociés à cette époque donnent explicitement au Canada le droit d'imposer les non-résidents sur le produit de la cession de leurs biens canadiens. Cependant, la convention canado-belge était ancienne et n'était pas libellée de façon à permettre une telle imposition dans le cas qui nous occupe. Aussi considérons-nous qu'en la matière, PFSA n'a pas fait l'objet d'un traitement de faveur, mais a simplement bénéficié du fait que la convention fiscale du Canada et de la Belgique était désuète.

Redressements effectués sur le prix d'achat

Le 19 mars 1981, Petrofina se voyait signifier par Revenu Canada que la provision pour épuisement qu'elle avait constituée pour sa participation au projet Syncrude serait majorée, diminuant ses impôts exigibles d'environ 19 millions $. Cette réduction d'impôt n'avait pas été prise en considération dans les comptes de Petrofina pour l'exercice 1980, ni mentionnée dans son rapport annuel de la même année.

Aux termes du contrat passé le 2 février 1981 entre PFSA et Petro-Canada, cette dernière n'acquérait ses droits sur les actions de Petrofina qu'une semaine après l'approbation de la cession par la majorité des actionnaires de la société absorbée. Cette approbation a été donnée le 11 mai 1981. Par ailleurs, aucune réduction ne devait être pratiquée sur le prix d'achat unitaire des actions pour tenir compte du premier dividende semestriel de 1981 à verser aux actionnaires de Petrofina. Il s'ensuit que Petro-Canada a, dans les faits, réalisé le bénéfice net de la période courue entre le 3 février 1981 et la fin de la semaine qui a suivi l'assemblée des actionnaires, moins le coût du premier dividende semestriel de cette année-là. Faute de données, nous n'avons pas pu déterminer le montant exact des bénéfices de cette période. Cependant, d'après les états financiers vérifiés de la période allant du 1er janvier au 30 avril 1981 et en supposant un taux de dividende de 1,20 $ l'action, nous pouvons dire que Petro-Canada a fait un gain net d'à peu près 13,6 millions $.

A eux seuls, ces redressements équivalent à une diminution nette du prix d'achat réel d'environ 3 $ l'action à la clôture de la transaction. En d'autres termes, le prix d'achat réel net équivalait à 117 $, et non aux 120 $ officiels.

Relation avec le coût d'acquisition total

La juste valeur marchande que nous avons établie est celle de la totalité des actions de Petrofina à la date d'acquisition, à l'exclusion de tous les coûts engendrés par la transaction elle-même. Ces coûts consistaient essentiellement en des intérêts à verser aux actionnaires de Petrofina en contrepartie du fait que l'achat de leurs actions a duré deux ans (environ 150 millions $), et en des intérêts de près de 145 millions $ à servir sur les crédits-relais consentis par diverses banques jusqu'à ce que le Compte de propriété canadienne dégage des fonds suffisants pour permettre au gouvernement fédéral de financer 95 % de l'acquisition. En outre, à peu près 3 millions $ ont été dépensés après la date d'acquisition au titre de courtages, de commissions et de frais comptables, juridiques et divers.

APPRÉCIATION DE LA CONFORMITÉ AUX PRATIQUES COMMERCIALES ÉTABLIES

Mandat

Vous nous avez demandé de déterminer :

> si Petro-Canada, ou un tiers travaillant pour le compte de celle-ci, a procédé à une évaluation de Petrofina conformément aux pratiques commerciales établies.

Énoncé de l'opinion

A notre avis, Petro-Canada n'a négligé aucune des étapes essentielles du processus d'acquisition, et nous croyons qu'à une exception près, elle les a toutes menées à bien conformément aux pratiques commerciales établies.

Selon nous, la pratique normale veut qu'on ne fasse pas d'offre définitive sans avoir procédé à une étude approfondie sur l'achat envisagé, et notamment à une analyse des rapports sur les réserves pétrolières et gazières et d'autres statistiques internes significatives. Or, à notre connaissance, un tel examen n'a été ni demandé, ni effectué avant les négociations qui ont abouti à l'offre définitive. Petro-Canada a néanmoins négocié une attestation garantissant que l'actif net de Petrofina n'avait pas diminué de façon importante entre le 31 décembre 1979 et la date d'acquisition.

Justification de l'opinion

A propos du jugement que nous émettons sur la démarche adoptée par la société d'État, nous tenons à rappeler que toute transaction de ce genre est unique, et que deux sociétés différentes n'aborderaient pas la même acquisition d'une manière identique, pas plus qu'une même société n'adopterait exactement la même démarche à l'égard de deux acquisitions différentes.

Rappel des faits

Avec l'acquisition de Petrofina, Petro-Canada poursuivait des objectifs stratégiques : elle cherchait à dépasser sa vocation régionale pour devenir une société pétrolière et gazière complètement intégrée à l'échelle nationale, dotée d'une importante capacité de raffinage et de commercialisation et plus présente auprès des consommateurs. En outre, l'opération devait lui procurer la marge d'autofinancement nécessaire pour financer ses activités en régions éloignées, tout en renforçant sa participation dans l'exploitation des sables bitumineux.

La direction de Petro-Canada disposait déjà à cette époque d'une bonne expérience en matière d'acquisition, grâce à quatre tentatives antérieures dont trois fructueuses. De plus, certains dirigeants des entreprises ainsi absorbées avaient apporté à la société d'État des compétences et des connaissances embrassant tous les aspects de l'industrie pétrolière et gazière. Signalons aussi qu'elle avait déjà procédé à une opération de même envergure avec l'achat de Pacific Petroleums, dont l'actif net se comparait à celui de Petrofina.

Avant de choisir une cible appropriée, Petro-Canada a fait une enquête approfondie sur les sociétés pétrolières intégrées appartenant à des capitaux étrangers et opérant au Canada. Et ce n'est qu'après avoir eu des pourparlers avec leurs homologues des sociétés étrangères concernées et pesé les résultats de leur enquête que les dirigeants de la société d'État ont arrêté leur choix sur Petrofina.

Petro-Canada disposait de bonnes sources d'information : tout d'abord, l'un de ses administrateurs, en fonction pendant les quatre années précédant le 31 décembre 1980, avait été membre de la haute direction de Petrofina et responsable alors des activités de prospection et de production de cette société; par ailleurs, plusieurs ex-membres du personnel de Pacific Petroleums avaient une connaissance privilégiée des activités de raffinage et de commercialisation de Petrofina, les deux entreprises ayant envisagé de fusionner au milieu des années 70.

Petro-Canada participait également à l'exploitation de plusieurs gisements productifs auxquels Petrofina était aussi partie, ce qui la mettait évidemment en bonne posture pour évaluer le secteur amont de cette société.

Enfin, une abondante information était accessible dans diverses sources publiques: la plupart des aspects de l'industrie font l'objet de publications et, surtout, Petrofina avait diffusé un prospectus détaillé en juin 1980, lors d'une émission de droits.

Petro-Canada a retenu les services d'une société basée en Suisse pour servir d'intermédiaire entre elle et PFSA. Au Canada, le recours à un agent dans les négociations touchant l'industrie pétrolière et gazière ne fait pas partie des pratiques commerciales établies. Cependant, lorsqu'une acquisition fait intervenir une compagnie étrangère (comme PFSA), on considère souvent qu'un agent proche des affaires du vendeur, de par ses connaissances et son expérience, peut faciliter le rapprochement des deux parties.

Petro-Canada a envisagé l'incidence fiscale de l'opération au cours des négociations sur son offre définitive. Notre propre analyse à cet égard et notre examen des décisions rendues par Revenu Canada en la matière nous portent à croire que la société d'État a fait preuve de prudence et n'a pas négligé le côté fiscal de l'acquisition.

En résumé, nous sommes d'avis que Petro-Canada a suivi les étapes essentielles à tout projet de cette nature. Nous n'en faisons pas moins les réserves suivantes.

Réserves formulées

Lorsqu'elle a préparé son offre initiale de 85 $ l'action et même lorsqu'elle a fait son offre définitive de 120 $, Petro-Canada a fondé son analyse des réserves prouvées et probables de Petrofina sur le rapport annuel de 1979 et sur le prospectus de 1980 de cette dernière. La société d'État a supposé qu'en raison des exceptionnels investissements d'exploration annoncés par Petrofina en 1980, les réserves de celle-ci ne subiraient pas une baisse cette année-là (c'est-à-dire qu'à la fin de 1980, elles seraient au moins égales à leur niveau du début de la même année).

Une telle hypothèse n'était pas sans valeur, mais nous savons que dès février 1981, Petrofina disposait d'une analyse interne datée du 31 décembre 1980 qui donnait le détail complet de ses réserves prouvées et probables. Nous estimons que Petro-Canada, avant de formuler son offre définitive de 120 $, aurait dû demander et recevoir ces renseignements. De fait, les réserves pétrolières et gazières de Petrofina ont baissé dans le courant de 1980. L'incidence de cette variation sur la valeur totale de Petrofina n'a toutefois pas été jugée significative par Sproule.

L'entente passée entre Petro-Canada et PFSA comprenait une attestation de cette dernière garantissant que l'actif de Petrofina n'avait pas diminué de façon importante entre le 31 décembre 1979 et la date de l'offre. La société d'État a considéré que cette attestation constituait une protection suffisante, faute d'une enquête approfondie préalable à son offre définitive.

Dans le cas d'une acquisition aussi importante, nous recommanderions certainement de procéder à une enquête approfondie avant de formuler une offre définitive. Mais nous savons par expérience que certaines compagnies effectuent des prises de contrôle dans leur propre secteur d'activité sans enquête préalable. L'offre de Petro-Canada stipulait d'ailleurs que, dès son acceptation par PFSA, la société d'État devait avoir accès à toute information qu'elle jugeait utile. Petro-Canada aurait donc pu aussi prévoir dans son offre des redressements de prix plus précis, liés d'une manière ou d'une autre aux résultats de l'analyse de cette information interne.

ANALYSE DES ÉVALUATIONS PRÉALABLES ET POSTÉRIEURES À L'ACQUISITION

Mandat

Vous nous avez demandé de déterminer :

> si la valeur de Petrofina telle qu'elle a pu être établie dans une évaluation préalable faite par Petro-Canada elle-même ou pour son compte, correspondait à la juste valeur marchande de son actif net (corporel et incorporel), compte tenu des données connues et disponibles alors, notamment de la conjoncture économique et commerciale de 1980 et 1981 et, en particulier, des prix payés à la même époque par d'autres sociétés pétrolières dans le cadre d'acquisitions importantes;
>
> et
>
> si la valeur de Petrofina telle qu'elle a pu être établie dans une évaluation faite postérieurement à l'acquisition par Petro-Canada elle-même ou pour son compte, correspondait à la juste valeur marchande de son actif net (corporel et incorporel), compte tenu des données connues et disponibles alors.

Énoncé des opinions

Les expertises internes qui ont été faites avant l'acquisition consistaient en une évaluation de la marge brute d'autofinancement (actualisée) des réserves de Petrofina, et en des estimations des prix (à l'acre) d'autre éléments d'actif d'amont. Les expertises relatives au secteur aval comprenaient divers calculs, mais n'ont fait l'objet d'aucune comparaison entre elles. A notre connaissance, aucune évaluation de Petrofina n'a été faite de façon indépendante par une personne ou par un cabinet non lié à Petro-Canada, même si un expert-conseil indépendant a collaboré à l'évaluation interne des éléments d'actif d'amont.

Nous croyons que la direction de Petro-Canada a rédigé des résumés de ses calculs pour pouvoir les présenter au conseil d'administration, et qu'elle a également analysé divers scénarios possibles pour ses évaluations. Cependant, aucun des documents correspondants n'a pu être retrouvé; la direction pense que cette information — très délicate à l'époque — a été détruite après avoir été présentée aux réunions du conseil. Il n'a pas non plus été possible d'avoir un exemplaire du dossier préparé par la société d'État dans le cadre des premiers pourparlers avec PFSA en octobre 1980. Ne disposant pas de toutes les données nécessaires, nous n'avons pu établir si les évaluations préalables représentaient la juste valeur marchande de l'actif net de Petrofina à la date de l'acquisition.

Quant aux expertises internes faites après la conclusion de la transaction, elles ne portaient que sur la valeur du secteur aval de Petrofina à cette date. Qui plus est, elles étaient surtout fondées sur les valeurs à neuf, avant ou après dépréciation. Or, si l'on admet la thèse d'un important excédent de capacité dans les raffineries de l'Est du Canada (thèse soutenue par nombre d'experts de l'industrie pétrolière), et si l'on respecte les principes reconnus de la théorie de l'évaluation, c'est la méthode fondée sur les bénéfices ou la marge brute d'autofinancement qui est la plus appropriée pour déterminer la juste valeur marchande du secteur aval d'une compagnie qui est en exploitation et entend le demeurer. Une autre méthode valable consisterait à établir la valeur nette de réalisation des éléments d'actif susceptibles d'être vendus, déduction faite des frais de liquidation afférents. Tout cela nous fait donc considérer que les évaluations internes faites par Petro-Canada après l'achat de Petrofina ne représentaient pas la juste valeur marchande de l'actif net de cette dernière à la date d'acquisition.

Quant à l'expertise indépendante faite plus tard, en 1983, par un cabinet de conseil en placement, elle utilisait la technique de la parité, fondée sur des transactions comparables, pour confirmer le caractère raisonnable de la valeur d'achat. Nous n'avons aucune objection à l'emploi de cette méthode dans le cas d'une évaluation "externe", lorsqu'il n'est pas possible d'avoir accès à des données internes de la société évaluée. Nous estimons par contre qu'une évaluation "interne" détaillée aurait mieux convenu au cas de Petrofina, car elle aurait permis de tenir expressément compte des différences de nature et de localisation géographique qui existaient entre les éléments d'actif de cette compagnie et ceux d'autres sociétés achetées, ainsi que des écarts enregistrés dans la rentabilité nette de réserves pétrolières et gazières différentes.

COMPARAISON DE LA PRIME VERSÉE AVEC CELLES PAYÉES DANS D'AUTRES CAS SEMBLABLES

Mandat

Vous nous avez demandé de déterminer :

> si la prime payée en sus du cours boursier auquel étaient cotées les actions de Petrofina immédiatement avant le 3 février 1981 était, toutes proportions gardées, comparable aux primes payées en 1980 et 1981 par d'autres sociétés pétrolières dans le cadre d'acquisitions (de prises de contrôle) importantes.

Énoncé de l'opinion

A notre avis, la prime versée par Petro-Canada pour obtenir les actions de Petrofina se compare aux primes payées par d'autres sociétés dans le cadre d'importantes acquisitions de compagnies pétrolières et gazières qui ont eu lieu au Canada en 1980 et 1981, compte tenu des conditions qui prévalaient alors sur le marché et dans cette industrie.

Justification de l'opinion

Nous avons calculé que pour prendre le contrôle de Petrofina, Petro-Canada avait acquitté une prime de 36,75 % en sus du cours auquel s'échangeaient les actions de Petrofina avant l'annonce de l'acquisition, le 2 février 1981. Or, par rapport aux cours précédant immédiatement l'annonce de l'achat de compagnies pétrolières canadiennes que nous considérons comme les plus comparables, le pourcentage des primes payées était en moyenne de 38,92 % en 1981. Nous avons aussi calculé que le prix acquitté par Petro-Canada était supérieur de 41,18 % et de 42,86 % aux cours boursiers de l'action de Petrofina enregistrés respectivement un mois et deux mois avant l'annonce; ces deux pourcentages se comparent favorablement aux moyennes observées dans le cas d'autres acquisitions du même ordre, à savoir 57,56 % et 60,86 % respectivement pour des décalages d'un mois et de deux mois.

Enfin, nous avons comparé le pourcentage payé par Petro-Canada (par rapport au cours du jour de l'annonce de l'acquisition de Petrofina) à ceux observés dans d'autres transactions touchant l'industrie pétrolière et gazière des États-Unis au cours des années 1981 et 1982 : cette étude nous a confirmé le caractère raisonnable de la prime acquittée alors par la société d'État.

RÉSERVES PARTICULIÈRES DU VÉRIFICATEUR GÉNÉRAL DU CANADA

Mandat

Vous nous avez demandé de déterminer :

> si, lors de l'évaluation préalable à l'acquisition de Petrofina, Petro-Canada a convenablement pris en considération les aspects de l'opération dont faisait mention le Rapport de 1983 du Vérificateur général du Canada, à l'exception de ceux qui échappaient au contrôle de Petro-Canada (à savoir les références du paragraphe 9.196 à la balance des paiements et aux changes, et les références des paragraphes 9.196 et 9.198 aux recettes fiscales canadiennes).

Énoncé des opinions

Même si la juste valeur marchande que nous avons déterminée est inférieure au prix d'achat total de l'actif net de Petrofina, notre interprétation des propositions "si les pratiques d'économie avaient été dûment respectées" et "s'il y avait eu optimisation des ressources", ainsi que d'autres considérations relatives à l'acquisition, nous donnent à penser que Petro-Canada a fait preuve d'un sens de l'économie et n'a pas perdu au change lorsqu'elle a acheté Petrofina.

D'après les renseignements dont nous avons eu connaissance, la société d'État a vraiment envisagé, dans une évaluation préalable à l'acquisition, la possibilité qu'elle ait plus tard de nouveaux besoins financiers en plus du financement accordé par le gouvernement fédéral pour l'opération d'achat elle-même. Son analyse pro forma interne l'a amenée à conclure que l'acquisition de Petrofina n'entraînerait directement aucun besoin supplémentaire de financement.

Que Petro-Canada ait réalisé ou non un gain est sujet à interprétation : en effet, les intérêts qu'elle a payés ont véritablement constitué une charge financière pour elle, mais le fait d'être autorisée à les déduire fiscalement ne lui a procuré aucun avantage immédiat puisqu'elle n'avait alors pas tiré de ses activités canadiennes un revenu imposable duquel déduire cette charge. Si l'on considère donc que l'intention implicite et explicite du gouvernement fédéral était de ne défrayer que 95 % du coût net de financement après impôt, on peut dire que Petro-Canada a bénéficié d'un gain égal à la valeur actualisée nette des économies d'impôts procurées par la déductibilité des paiements d'intérêts. Cependant, le montant de cet avantage serait inférieur aux 60,7 millions $ indiqués, si on le mesure en fonction des rentrées d'argent équivalentes aux diverses dates de 1982 et 1983 auxquelles ont surgi les différences.

Si, par contre, on considère que l'intention du gouvernement fédéral était de rembourser la société d'État de 95 % de la charge financière qui lui incombait en raison des intérêts à payer, sans égard à sa déductibilité future, alors Petro-Canada n'a réalisé aucun gain à ce titre.